

GARDE

Carta Mensal

Foi dada a largada



Agosto | 2023

Divergência

As últimas decisões dos bancos centrais revelaram diferentes momentos no ciclo de política monetária ao redor do mundo. Tivemos o banco central japonês dando o segundo passo em direção à normalização monetária, as autoridades norte-americana e europeia dando sinais de estarem próximas do fim do ciclo de aperto e países emergentes, como Chile e Brasil, na direção contrária já iniciando seu processo de flexibilização monetária.

Uma tese que temos defendido desde o final do ano passado foi o caso japonês, que flexibilizou mais uma vez sua política do Yield Curve Control – o ajuste anterior havia sido em dezembro de 2022. Citando mudança na dinâmica da inflação, em específico no comportamento de salários e na alta das expectativas, o BoJ resolveu optar por mais flexibilidade em relação a sua banda superior de flutuação da taxa de juros de 10 anos, que estava em 0,50%. De maneira um tanto quanto confusa, esse limite segue valendo mas com alguma flexibilidade ao redor dele, sendo que o novo “*hard limit*” é o nível de 1% (Gráfico 1). Mesmo que ainda estimulativa, a política monetária japonesa dá mais um passo em direção à normalização.

Por outro lado, já em território contracionista, os BCs norte-americano e europeu subiram 25bps em suas últimas reuniões. Mais do que as decisões em si, amplamente esperadas, o destaque ficou para os discursos dos respectivos presidentes. De maneira geral, a novidade foi que ambos evitaram sinalizar a continuidade nos ciclos de aperto, estabelecendo então uma abordagem mais *data dependent* para as próximas reuniões e abrindo espaço para o fim do ciclo. Nosso cenário é que os dois BCs devam ter encerrado seu ciclo de alta de juros, ainda que por motivos diferentes. Nos EUA, temos defendido que esse segundo semestre será marcado por um inflação de serviços mais baixa, mesmo com uma atividade resiliente, o que deverá abrir espaço para a nova estratégia de *high for longer*. Já na Zona do Euro, apesar da pior dinâmica da inflação, principalmente nos seus núcleos, a atividade econômica tem dado sinais preocupantes e isso deverá pesar nas próximas decisões do ECB.

Por fim, indo na direção oposta, os BCs de países emergentes começam a embarcar no ciclo de afrouxamento da política monetária, uma vez que subiram os juros antes dos países desenvolvidos e já estão vivenciando um arrefecimento mais consistente da inflação. O Chile saiu na frente e reduziu em 100bps sua taxa básica para 10.25%, citando uma maior confiança no processo de convergência da inflação sob a luz das surpresas baixistas nos índices de preços.

Dessa maneira, dois pontos serão importantes para os mercados à frente. O primeiro é se de fato o que vimos ocorrer em emergentes irá se repetir no mundo desenvolvido, ou seja, a melhora da inflação permitindo o fim do ciclo de aperto. O segundo é como essa divergência de política monetária irá se refletir nos ativos, em especial emergentes, cujos ativos tiveram boa performance em grande medida por conta de um diferencial de juros favorável que deverá se reduzir mais significativamente à frente.

BoJ: Flexibilização do YCC

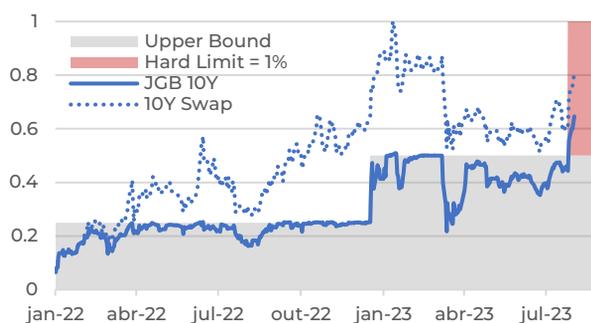


Gráfico 1. Fonte: Bloomberg.

Swaps de Juros de 1 ano

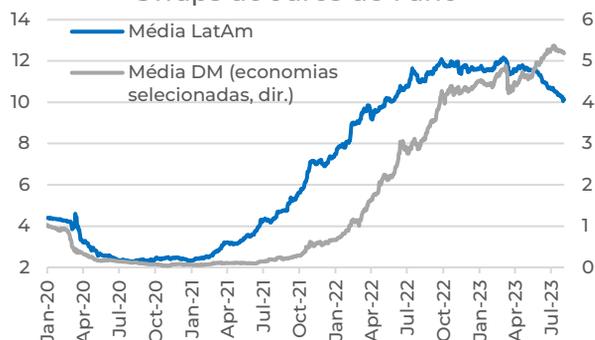


Gráfico 2. Fonte: Bloomberg

Cenário Doméstico

Foi dada a largada

O Copom iniciou seu ciclo de flexibilização monetária na última reunião, cortando em 50bps a taxa Selic para 13,25%, com dissenso de 5 votos contra 4. Na última Carta, discorremos sobre um “alinhamento dos astros” que permitiria o começo desse processo. Esse alinhamento resultava da reancoragem parcial das expectativas de inflação de 4% para 3,5%, seguindo a decisão do CMN, e também do nosso cenário mais benigno de inflação. Nesse aspecto, o cenário mais favorável se concretizou, com forte queda dos núcleos e arrefecimento da inflação de serviços, o que também foi citado pelo Copom.

A questão agora é se a comunicação do BC está em linha com nosso cenário base, que contempla mais um corte de 50bps seguido por dois cortes de 75bps nas duas últimas reuniões do ano. O Copom tentou adotar um discurso mais conservador, reforçando que o cenário ainda demanda uma política monetária restritiva. No entanto, a julgar pelo cenário de juro neutro divulgado pelo BC, tem-se que a taxa nominal neutra estaria em 8%, o que significa que, dado o nível atual da Selic, há um amplo espaço para que a taxa de juros mantenha-se no campo restritivo.

Outro ponto da comunicação foi que, de maneira unânime, os membros do Copom sinalizaram redução de mesma magnitude nas próximas reuniões, sendo esse o ritmo apropriado, pela ótica do BC, para manter a política monetária contracionista necessária. No entanto, nosso cenário de inflação segue apontando para melhora adicional, principalmente na inflação de serviços (gráfico 3), o que deverá abrir espaço para a discussão de uma aceleração de cortes à frente. Lembrando que mesmo com a redução de 75bps nas últimas reuniões, a Selic alcançaria o nível de 11,25% no final do ano, ainda em campo significativamente restritivo.

Ainda que mantenhamos a visão otimista em relação ao ritmo de queda, tal otimismo não se verifica na nossa projeção de Selic terminal, que mantemos em 9%. Nosso ceticismo em relação a capacidade da Selic testar níveis expansionistas (mais baixos) fica por conta de alguns fatores. Primeiro, apesar da diminuição dos riscos de cauda em relação ao fiscal, seguimos preocupados com o robusto ritmo de crescimento das despesas permitido pelo arcabouço fiscal – que não deverá ser compensado pelo aumento da arrecadação federal. Temos salientado que as medidas arrecadatórias anunciadas até agora não serão suficientes e o vento contrário do preços das *commodities* deverá impedir que o governo consiga cumprir suas metas fiscais. Além do fiscal, as mudanças esperadas em relação à composição futura do Copom também deverá manter a desancoragem parcial das expectativas, o que também poderá ser um limitador para a condução da política monetária.

No curto prazo, seguimos acreditando que o processo de corte de juros será benéfico para o Brasil, mas não devemos perder de vista que o juro alto (carry – gráfico 4) acabou sendo um grande colchão de proteção para os ativos brasileiros no último ano. Dessa forma, conforme o juro for reduzido e os fatores acima (fiscal e credibilidade do BC) forem se concretizando, podemos ter uma outra dinâmica para os ativos.

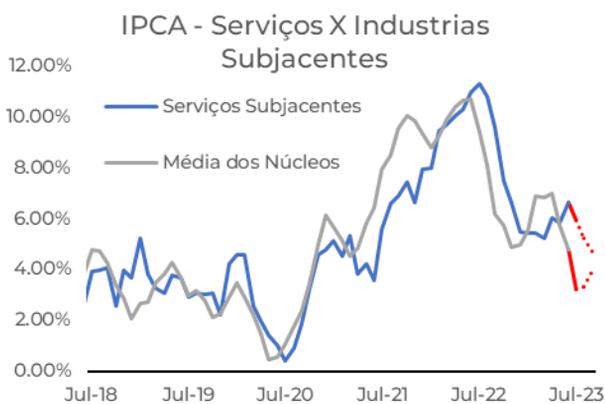


Gráfico 3. Fonte: BCB



Gráfico 4. Fonte: IBGE

Comentários sobre o resultado

Em julho, o destaque positivo ficou por conta do book de ações globais, com o resultado vindo de posições compradas em S&P e estratégias de volatilidade. O book de cupom cambial também foi positivo, se beneficiando das posições tomadas contra a curva de juros nos EUA. Por fim, o livro de juros globais se beneficiou das posições tomadas em juros no Japão.

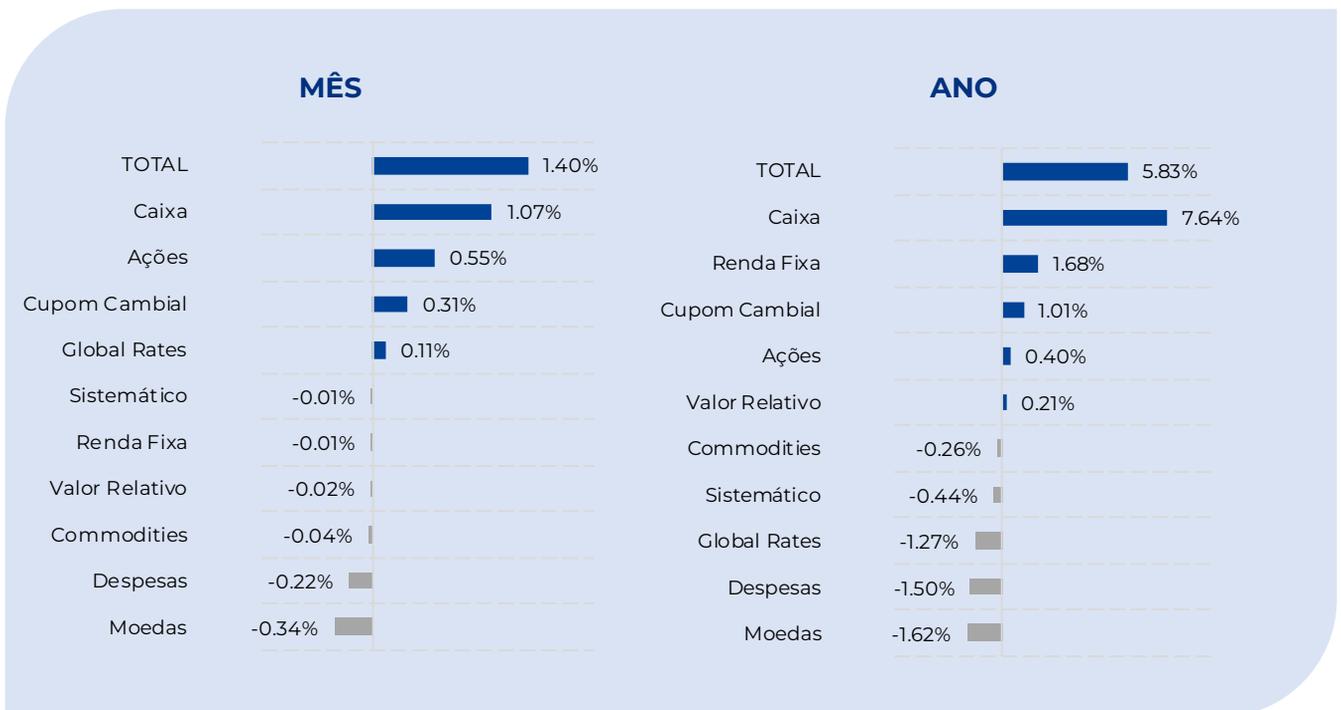
Do lado negativo, o principal detrator de performance foi o livro de moedas, por conta de posições compradas no dólar contra o BRL e o EUR.

Para este mês, mantivemos as posições tomadas em juros no Japão e aplicadas nos EUA e Nova Zelândia. Ainda, adicionamos uma posição de inclinação na Polônia.

No Brasil, seguimos tomados no cupom cambial, aplicados na curva pré e trades relativos na curva de juros reais.

Atribuição de Performance

D'Artagnan | Julho 2023



Rentabilidade dos Fundos

Fundo	Mês	Ano	12M	24M	36M	Desde o Início	Data de Início	PL Médio Fundo (milhões)	PL Médio Estratégia (milhões)
Multimercado Macro									
D'ARTAGNAN FIC FIM 19.212.817/0001-51	1.40%	5.83%	5.73%	18.49%	21.42%	168.08%	06/12/2013	R\$ 122.12	R\$ 776.79
DUMAS FIC FIM 18.961.501/0001-08	1.39%	5.86%	5.76%	18.40%	21.34%	166.44%	22/10/2013	R\$ 195.24	R\$ 776.79
VALLON FIC FIM 37.828.294/0001-54	1.65%	5.93%	4.63%	19.66%	22.18%	22.18%	31/07/2020	R\$ 269.62	R\$ 278.23
PORTHOS FIC FIM 35.491.437/0001-50	1.79%	6.00%	4.10%	21.21%	25.49%	32.88%	02/03/2020	R\$ 269.89	R\$ 496.25
Multimercado Previdenciário									
ARAMIS FIC FIM 29.852.665/0001-05	1.18%	5.75%	8.37%	14.79%	16.24%	32.31%	08/08/2018	R\$ 6.00	R\$ 8.04
PARIS FIC FIM 41.867.393/0001-12	1.01%	4.39%	3.75%	-	-	5.40%	04/05/2022	R\$ 11.41	R\$ 51.30
Renda Fixa									
RF ATIVO LP FIC 37.567.305/0001-90	1.01%	10.92%	18.26%	29.07%	-	33.90%	31/08/2020	R\$ 186.96	R\$ 186.73
Sistemático									
PASCAL FIC FIM 41.969.176/0001-33	0.82%	5.38%	8.12%	-	-	26.40%	01/09/2021	R\$ 19.83	R\$ 19.75
Indicadores	Mês	Ano	12M	24M	36M				
CDI	1.07%	7.64%	13.58%	24.25%	27.27%				
IBOV	3.27%	11.13%	18.20%	0.12%	18.49%				
							Data-base: 31/07/2023		

Todos os nossos fundos estão abertos para aplicação. Se quiser saber mais sobre as estratégias, acesse nosso [site](#).

Caso tenha dúvidas sobre nossos fundos ou de como investir, fale com a gente através do e-mail comercial@garde.com.br.

Aproveite para seguir a Garde nas redes sociais. Os links de cada uma estão ao final da página, nos ícones do rodapé.

AVISOS LEGAIS:

A Garde Asset Management Gestão de Recursos Ltda. ("Garde Asset Management"), a Garde RF & Previdência Gestão de Recursos Ltda. ("Garde RF & Previdência") e a Garde Equity Gestão de Recursos Ltda ("Garde Equity"), e em conjunto com a Garde Asset Management e a Garde RF & Previdência, "Garde" realizam única e exclusivamente a distribuição de cotas de Fundos de Investimentos dos quais sejam, respectivamente, responsáveis pela gestão de recursos ("Fundos"), nos termos da Resolução CVM nº 21, de 21 de fevereiro de 2021, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo, não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em ativos financeiros, tampouco recomendação para compra ou venda de cotas dos Fundos, cujas características poderão ou não se adequar ao perfil do investidor, nos termos da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021. Este material é destinado à investidores e potenciais investidores que buscam informações sobre a Garde e os Fundos geridos, não devendo ser interpretado ou usado como conselho, recomendação financeira, legal, fiscal ou contábil, ou, ainda, embasar qualquer decisão de investimento. As informações contidas neste material não devem ser consideradas como representação ou garantia da Garde de que os investimentos alcançarão esses retornos no futuro. A Garde não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões das previsões contidas neste material. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes aos Fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundos não contam com a garantia do administrador, da Garde, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Para a avaliação da performance de um Fundo é recomendável a análise de no mínimo 12 (doze) meses. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos regulamentos e lâminas dos Fundos antes de investir. Os Fundos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento, as quais, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos. Alguns Fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Informações relativas aos horários, valores máximos e mínimos de aplicação e movimentação, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, descrição e objetivos de investimento, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, principais fatores de risco, dentre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos, tais como, regulamentos, lâminas e tabela resumo referente às características gerais dos Fundos, disponíveis em <https://www.garde.com.br/> no menu "Fundos". A Garde, seus administradores, sócios e colaboradores não se responsabilizam pela publicação accidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Garde.

